

“舍得”销量大增，费用吞噬利润

沱牌曲酒（600702）

评级：（增持）

跟踪报告

2009年3月18日 星期三

投资要点

卢媛媛
021-50586660-8635
lyy@longone.com.cn
食品饮料行业

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

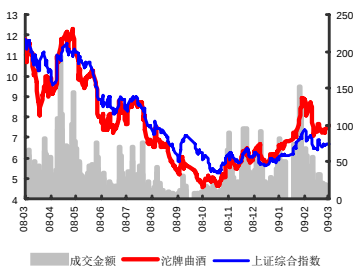
重要数据

总股本(亿股)	3.37
流通股本(亿股)	2.41
总市值(亿元)	25.61
流通市值(亿元)	18.32

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	-9.63	-2.51
3个月	23.78	14.76
6个月	40.48	28.72

个股相对上证综指走势图



- 公司公布 2008 年年报。2008 年全年公司实现主营业务收入 8.71 亿元，同比减少 3.23%，实现净利润 4148 万元，比上年同期增长 0.32%。毛利率 49.63%，较去年增加 8.36%。实现每股收益 0.123 元。
- 销售费用高侵蚀利润。尽管公司毛利率较上年大幅增加，但是营销费用高侵蚀了大部分利润。我们认为公司“舍得”和“陶醉”品牌正在爬坡阶段，营销费用较高是正常的现象。但值得注意的是，2008 年 4 季度公司的销售收入较 2007 年大幅下降，我们认为公司的销售还是受到了经济周期的影响。另外，今年由于供销公司和舍得酒业公司独立核算所得税致使公司多支出所得税 569 万元。另外公司加强了应收账款回收工作，公司现金流较 2007 年有了较大改善。
- 公司产品结构层次丰富，营销策略仍然是以产品结构调整为主。目前公司低档酒占比 30%，中档酒占比 30%，高档酒占比 30%。品种以舍得、曲酒、特曲和大曲 4 类为主线。其中陶醉是公司开发的新品，2007 年开始投放市场，市场反应非常好，2008 年的销量就达到 300 吨。是公司未来发展中档酒的主打品种。对于低档沱牌大曲和低价位沱牌酒正在逐年减产。公司毛利率逐年提高，大大增强了公司的盈利能力。
- “舍得”是业绩增长亮点。2008 年公司共销售“舍得”品牌酒 500 吨，销售收入 3 亿元，好于我们之前的预期。“舍得”价格低于茅台、五粮液、老窖 1573 和水井坊，但产品口味和文化底蕴不相上下。我们认为在经济下滑的大背景下，对于“舍得”销售产生了一定的负面效果。但是，品牌也是有生命周期的，我们认为经过前期的市场培育，“舍得”在 2009 年仍会有一定增长，我们前期的预期还是比较保守的。

- 我们认为公司优质的资产质量为投资提供了安全边际，“舍得”酒经过多年的培育开始进入收获期，公司中档酒的增长稳定了公司的毛利率水平。公司是食品饮料行业难得的高增长品种。我们估计 09-10 年的每股收益分别为 0.33、0.65 元。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

食品饮料行业分析师, 卢媛媛

重点跟踪公司: 泸州老窖、五粮液、伊利股份、双汇发展、三全食品、顺鑫农业、新希望、金枫酒业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122